

Política econômica

A política econômica e os condicionantes externos ao crescimento na economia brasileira recente*

Fernando Maccari Lara **

Pesquisador da FEE e Professor da Unisinos

Resumo

O artigo tem o objetivo de analisar, a partir das diretrizes gerais da política econômica e dos condicionantes externos, as perspectivas para o crescimento econômico brasileiro. Com base em indicadores de solvência e liquidez externas, busca-se mostrar a importante mudança das condições de inserção externa da economia brasileira, que permitiu ao Governo Lula adotar uma postura mais expansionista na política econômica. O modo inalterado de funcionamento do regime de metas de inflação constitui, entretanto, um limite para a continuidade dessa orientação por um período prolongado. O desafio para que a gestão de Dilma Rousseff possa manter ou acelerar o crescimento econômico passa por encontrar uma forma de conter a tendência de valorização do câmbio nominal sem comprometer a estabilidade de preços.

Palavras-chave: política econômica; inserção externa; crescimento econômico.

Abstract

The article aims to discuss the general guidelines of economic policy, the external constraints and the prospects for the Brazilian economic growth. Based on external solvency and external liquidity indicators, it seeks to demonstrate the change in external insertion of the Brazilian economy that enabled Lula's government to adopt a more expansionary stance in macroeconomic policy. The range for this stance is narrowed, however, by the working of inflation-targeting system. The challenge for Rousseff's new government is to find a way to curb the upward trend of the nominal

* Artigo recebido em 10 abr. 2012.
Revisora da Língua Portuguesa: Maria Inácia Flor Reinaldo.

** E-mail: fernando@fee.tche.br
O autor agradece aos pesquisadores do Núcleo de Estudos de Política Econômica da FEE as constantes discussões sobre o tema; ao Economista Adalberto Maia Neto o auxílio com os dados das Contas Nacionais; à Economista Beky Macadar e aos pareceristas anônimos da revista os comentários à versão preliminar do artigo; à FAPERGS o auxílio financeiro ao projeto de pesquisa "Inserção externa e desenvolvimento econômico: aspectos estruturais e conjunturais". A responsabilidade pelo conteúdo do artigo é exclusivamente do autor.

exchange rate without jeopardizing price stability, in order to maintain or accelerate economic growth.

Key words: *economic policy; external insertion; economic growth.*

Neste artigo, são analisadas as perspectivas para o crescimento econômico na economia brasileira, com ênfase aos condicionantes externos e à orientação geral da política econômica¹. Na primeira seção, demonstram-se algumas considerações sobre as condições que permitiram a retomada de um maior ritmo de crescimento econômico ao longo dos anos 2000. Em seguida, consta uma exposição sobre as linhas gerais da política econômica ao longo do Governo Lula, buscando discutir tanto seus méritos quanto suas limitações no sentido de promover o crescimento econômico. Por fim, apresenta-se uma avaliação preliminar sobre as perspectivas para a gestão da política econômica e o crescimento com estabilidade de preços na economia brasileira.

1 As condições para retomada do crescimento econômico nos anos 2000

Na segunda metade dos anos 90, a economia brasileira experimentava os primeiros anos da estabilização de preços, lograda, fundamentalmente, pela atração de fluxos de capital externo, que permitiram rígida administração da taxa nominal de câmbio e manutenção do câmbio real a nível apreciado. A estratégia — bem-sucedida do ponto de vista do controle da inflação — resultou em uma sucessão de déficits comerciais e em transações correntes, e não foi acompanhada de crescimento econômico expressivo.

Diversos analistas apontavam os limites daquele arranjo macroeconômico, não apenas porque não permitia crescer a ritmo razoável, mas, fundamentalmente, porque aprofundava a fragilidade externa da economia brasileira. Em janeiro de 1999, seguindo-se às sucessivas crises de liquidez em

países em desenvolvimento, a situação externa brasileira mostrou-se finalmente insustentável. A crise levou ao abandono da âncora cambial, passando a vigorar um regime de câmbio flutuante e de metas de inflação, ao mesmo tempo em que as autoridades buscavam apoio junto ao FMI para estabilizar a posição de liquidez externa.

Começava, então, um período (1999-2002) particularmente difícil para os gestores da política econômica, dado que a disponibilidade de capitais externos era bem mais restrita do que no período anterior. Conforme se pode observar no Gráfico 1, estabeleceu-se, a partir de janeiro de 1999, uma tendência de desvalorização da taxa de câmbio nominal, que perdurou até o final de 2002. As dificuldades do equacionamento das contas externas geravam constante pressão para desvalorização da moeda doméstica e, por consequência, maior pressão inflacionária.

O novo patamar da taxa de câmbio foi, gradativamente, exercendo influência positiva sobre o saldo comercial. A partir de 2003, as exportações — não só as de *commodities*, mas também as industriais — iniciaram uma trajetória consistente de crescimento. Associado a menores taxas de crescimento das importações, esse movimento resultou em significativos superávits comerciais².

O aspecto fundamental a ressaltar é que, no período de transição entre o segundo mandato de FHC e os primeiros anos de mandato de Lula, ocorreu uma reconfiguração importante nas condições de inserção externa da economia brasileira. Além do novo patamar da taxa de câmbio, que trouxe novas condições de competitividade e incentivou, sobretudo, as exportações industriais, a partir de 2003, já se pode observar o início do longo ciclo de alta dos preços das *commodities* e da fase ascendente do ciclo de liquidez internacional (Prates, 2005/2006). Vejamos, a seguir,

¹ Adverte-se ao leitor que, no artigo, pretende-se fazer uma análise de conjuntura e não se tem, portanto, a pretensão de abordar aspectos teóricos. Os aspectos essenciais que fundamentam a análise aqui realizada podem ser encontrados em Medeiros e Serrano (2001) e Lara (2012).

² “Assim, o co-movimento, mesmo que com algum *lag*, entre a taxa de câmbio real e o saldo comercial foi mais uma vez observado” (Prates, 2005/2006, p. 133). Por restrição de espaço, evitou-se discutir se o que determina os movimentos do saldo comercial é a taxa de câmbio nominal ou a taxa de câmbio real. No período analisado, parece haver consenso entre os analistas de que a desvalorização nominal da taxa de câmbio determinou, também, uma importante desvalorização em termos reais.

de que modo essas transformações aparecem na dinâmica dos indicadores de liquidez e solvência externas³.

A liquidez externa diz respeito à capacidade de cumprir compromissos de curto prazo em moeda estrangeira. Tal capacidade pode ser avaliada por meio da razão entre o estoque de dívida externa de curto prazo e o estoque de reservas internacionais. Quanto maior essa razão, pior a posição de liquidez.

O Gráfico 2 mostra que as condições de liquidez apresentaram tendência à deterioração ao longo de todo o período 1996-98, em função do intenso fluxo de capitais de curto prazo que, junto com os recursos oriundos das privatizações, financiava os significativos déficits em transações correntes daquele período. O indicador atinge os níveis mais críticos no período 1999-2001, demonstrando a fragilidade da posição externa nesse período de retração dos fluxos de capitais. Desde 2002, entretanto, o indicador apresentou uma tendência quase ininterrupta de redução, distanciando-se daqueles níveis críticos. Ainda que tenha havido períodos de intenso crescimento do estoque de dívida externa de curto prazo, o crescimento também expressivo do estoque de reservas internacionais impediu que deteriorasse a posição de liquidez.

A solvência externa, por sua vez, diz respeito à capacidade de sustentar — a um prazo mais longo — uma dinâmica de crescimento com acumulação de passivo externo. Em termos gerais, considera-se que a disposição dos investidores externos para financiar déficits em transações correntes dependerá de uma avaliação sobre a capacidade de pagamento do país deficitário. Uma vez que tanto a devolução do principal quanto o pagamento dos serviços do capital externo devem ser realizados em moeda internacional, tal avaliação tende a ser realizada com base na capacidade exportadora do país deficitário. Um indicador sintético para avaliação das condições de solvência é a razão entre o déficit em transações correntes e as exportações. Quanto maior essa razão, pior a posição de solvência.

O Gráfico 3 mostra que, no período 1994-98, em que vigorava a âncora cambial nominal a nível apreciado, registraram-se elevadas e crescentes razões entre os déficits em transações correntes e as exportações. Já, no período de desvalorização do câmbio nominal (1999-2002) e nos anos seguintes, o indicador passou a cair, tornando-se negativo com os superávits em transações correntes do período 2003-

-07. Assim como ocorreu com as condições de liquidez, portanto, também as condições de solvência apresentaram melhora significativa na transição entre os Governos FHC e Lula.

Tomados em conjunto, portanto, os indicadores apresentados acima mostram: (a) uma rápida deterioração tanto das condições de liquidez quanto das condições de solvência no período que precede a flexibilização do regime cambial; (b) níveis críticos do indicador de liquidez no período 1999-2001, seguidos de uma forte tendência de melhora a partir de 2002, que segue até o período mais recente; (c) expressiva melhora do indicador de solvência ao longo do período 1999-2004.

Parece claro, desse modo, que as condições externas foram tornando-se muito mais favoráveis à economia brasileira ao longo dos primeiros anos de mandato do Presidente Lula. Em nosso entendimento, essa melhora dos indicadores de solvência e liquidez pode ser atribuída, de um modo geral, a três aspectos: (a) a taxa de câmbio mais competitiva que resulta do período 1999-2002 e a consequente retomada das exportações industriais; (b) o dinamismo das exportações de *commodities*, especialmente em função dos movimentos favoráveis dos preços⁴; (c) a enorme disponibilidade de capitais externos.

Cabe observar que, a rigor, nenhum desses aspectos mencionados derivou de ações planejadas ou promovidas de modo deliberado pela política econômica doméstica. A desvalorização do câmbio entre 1999-2002 está relacionada a uma fase de “maré baixa” dos fluxos de capitais (Ferreira, 2012) e pode ser considerada, também, como um desfecho não desejado, embora inevitável, da política monetária e cambial do período 1994-98. Não desejado porque configurou um choque inflacionário⁵, e inevitável devido à contínua deterioração dos indicadores de solvência e liquidez observados acima. Já, o elevado dinamismo do comércio internacional, a trajetória de alta dos preços das *commodities* e as condições mais favoráveis dos fluxos de capitais, por outro lado, resultaram exclusivamente das condições vigentes na economia internacional.

³ Para uma apresentação mais ampla desses indicadores, ver Lara (2012).

⁴ Cabe observar que esse aspecto beneficiou não só o Brasil, mas um conjunto grande de países em desenvolvimento. Verifica-se, nos últimos anos, um expressivo crescimento do comércio “sul-sul” e uma tendência de dissociação das taxas de crescimento dos países em desenvolvimento com relação aos países desenvolvidos. Para uma discussão mais ampla desses aspectos, ver Medeiros (2011).

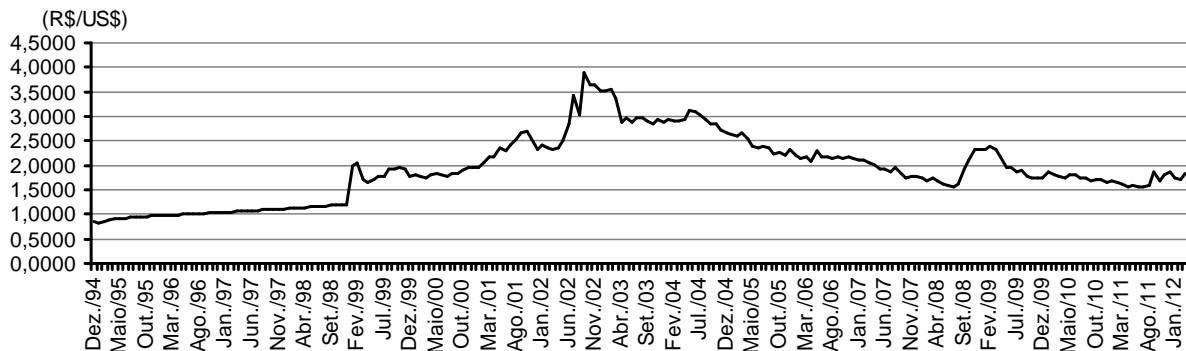
⁵ Serrano e Summa (2011) destacam que, por efeitos imediatos e defasados dessa desvalorização, as metas de inflação não foram cumpridas em 2001, 2002 e 2003.

Ainda que a melhora das condições de inserção externa da economia brasileira possa ser atribuída, fundamentalmente, a fatores exógenos, a nosso ver, isso não teria resultado em aceleração do crescimento

econômico, se não houvesse também modificações na política econômica doméstica ao longo do Governo Lula. Na seção seguinte, discutimos esse ponto.

Gráfico 1

Taxa de câmbio nominal — dez./94-mar./12

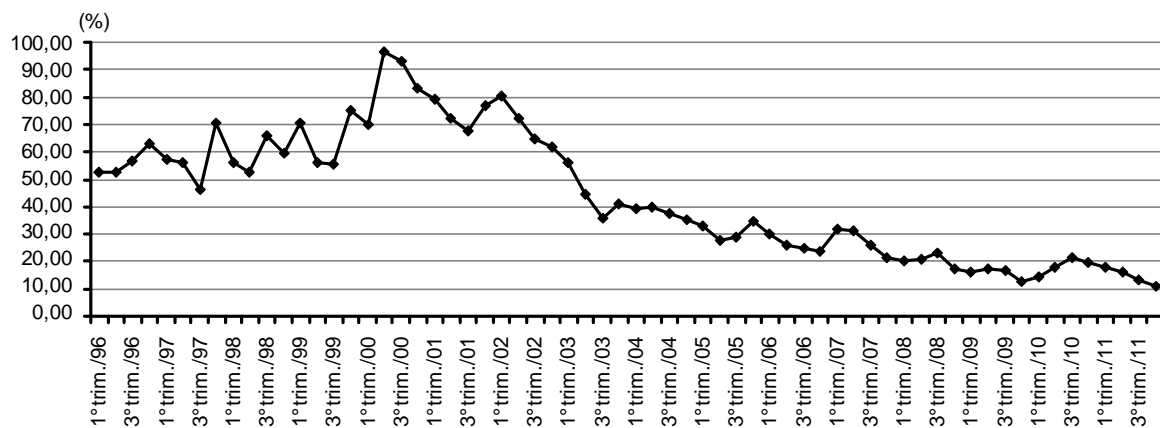


FONTE: Bacen.

NOTA: Taxa de câmbio comercial para compra, em fim de período.

Gráfico 2

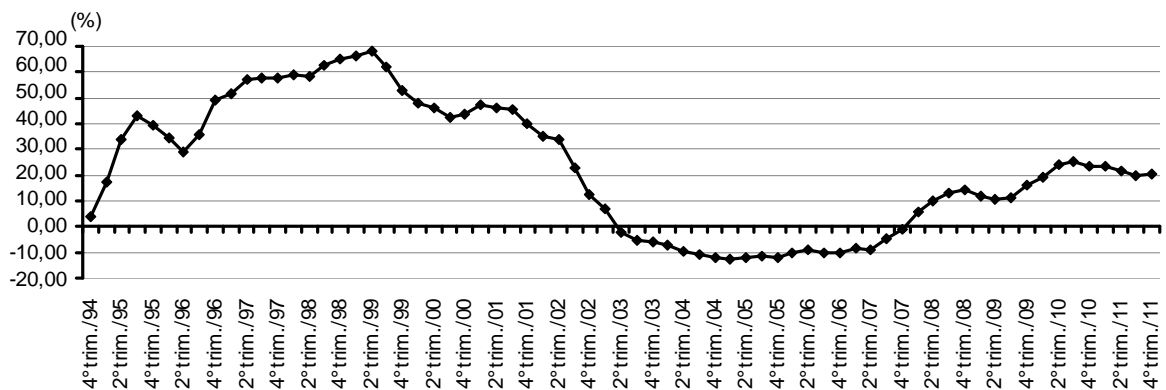
Indicador de liquidez externa (razão entre dívida de curto prazo e reservas) no Brasil — 1º trim./96-4º trim./11



FONTE: Bacen.

Gráfico 3

Indicador de solvência externa (razão entre déficit em transações correntes e exportações) no Brasil — 4º trim./94-4º trim./11



FONTE: Bacen.

NOTA: Valores acumulados nos últimos 12 meses.

2 Linhas gerais da política econômica do Governo Lula

De acordo com os indicadores apresentados acima, observa-se que o primeiro mandato de Lula começava com uma posição já bastante mais confortável do ponto de vista da solvência, porém ainda complicada com respeito à liquidez. Sob certo aspecto, podemos considerar que mesmo essa fragilidade já estava razoavelmente equacionada em função do acordo com o FMI, acertado ainda sob a gestão FHC, que disponibilizava uma linha de crédito *standby* para suportar eventuais novas pressões externas em termos de liquidez. Entretanto, como é comum nos acordos desse tipo com o Fundo, as condicionalidades impostas restringiam, sensivelmente, a capacidade da política econômica de promover o crescimento econômico.

Ao longo do primeiro mandato de Lula, as opções de política econômica não foram, inclusive, muito diferentes daquelas assumidas pelo Governo FHC. A flexibilização do regime cambial e a instituição do regime de metas de inflação permitiram a manutenção de taxas nominais de juros menores do que no governo anterior, mas permaneceram muito elevadas em comparação com as taxas internacionais. Conforme voltaremos a discutir mais à frente, a estratégia de manutenção de um elevado diferencial de juros doméstico com relação ao externo foi, permanentemente, seguida ao longo dos oito anos do Governo Lula.

Com respeito à política fiscal, esta foi inicialmente contracionista, orientada inclusive para gerar superávits primários acima daqueles acordados com o FMI (Rodrigues; Bastos, 2010). Em conjunto com as elevadas taxas de juros praticadas naquele momento, essa orientação determinou uma forte contenção da demanda doméstica em 2003. Diante desse quadro, ainda houve um pequeno crescimento econômico no período graças à contribuição positiva do comércio externo, como se pode observar no Gráfico 4.

A partir de 2004, a contribuição do comércio externo para o crescimento tornou-se menor, mas o mercado doméstico passou a liderar o crescimento do PIB. O Gráfico 4 mostra que o ritmo do crescimento tornou-se mais intenso a partir de 2006, quando a contribuição do setor externo passou a ser negativa, mas o mercado doméstico alcançou um crescimento anual de 8%, até ser interrompido pelos efeitos da

crise financeira internacional, no último trimestre de 2008.

A constatação de que é o mercado doméstico — e não o comércio externo — que lidera o crescimento econômico no Brasil precisa ser bem compreendida, para que não leve à falsa conclusão de que o crescimento das exportações seja um aspecto de importância secundária na retomada do crescimento econômico brasileiro. De fato, do ponto de vista da dinâmica da demanda efetiva, muitos analistas concordam que as exportações brasileiras tendem a ser sempre um “coadjuvante”, cabendo ao mercado interno o papel principal. De acordo com esse ponto de vista, não é surpreendente, portanto, que, no ciclo recente de crescimento da economia brasileira, a robusta recuperação das exportações tenha liderado o crescimento apenas temporariamente, reassumindo em seguida seu papel secundário com respeito à dinâmica da demanda efetiva.

Isso não reduz, entretanto, o fundamental papel do dinamismo das exportações brasileiras para a retomada do crescimento econômico recente, uma vez que isso teve por consequência o relaxamento da restrição externa. Em nossa interpretação, o processo de melhora das condições gerais do cenário externo foi condição necessária — ainda que não suficiente — para a retomada do crescimento econômico ao longo do Governo Lula. Conforme já apontamos ao comentar os dados do Gráfico 3, há uma melhora contínua das condições de solvência externa entre 1999 e 2004, e o robusto crescimento das exportações é, certamente, um elemento essencial para esse resultado.

Em suma, a retomada das exportações industriais e de *commodities* levou, portanto, a um superávit comercial e em transações correntes, que abriu um espaço considerável para uma política econômica doméstica voltada para a expansão da demanda efetiva, baseada em expansão do crédito, recuperação do valor do salário mínimo e aumento dos investimentos públicos, além de taxas de juros em tendência de queda⁶. A retomada do crescimento do mercado doméstico a partir de 2004 e com maior intensidade a partir de 2006 não pode ser dissociada das mudanças na condução da política econômica ao longo dos oito anos de mandato do Presidente Lula. Por esse ângulo, portanto, podemos dizer que a política econômica doméstica, embora, de um modo

⁶ Uma discussão abrangente sobre as modificações na política econômica pode ser encontrada no artigo recente de Serrano e Summa (2011). Sobre a mudança de orientação da política fiscal a partir de 2004 e, com maior intensidade a partir de 2006, ver Rodrigues e Bastos (2010).

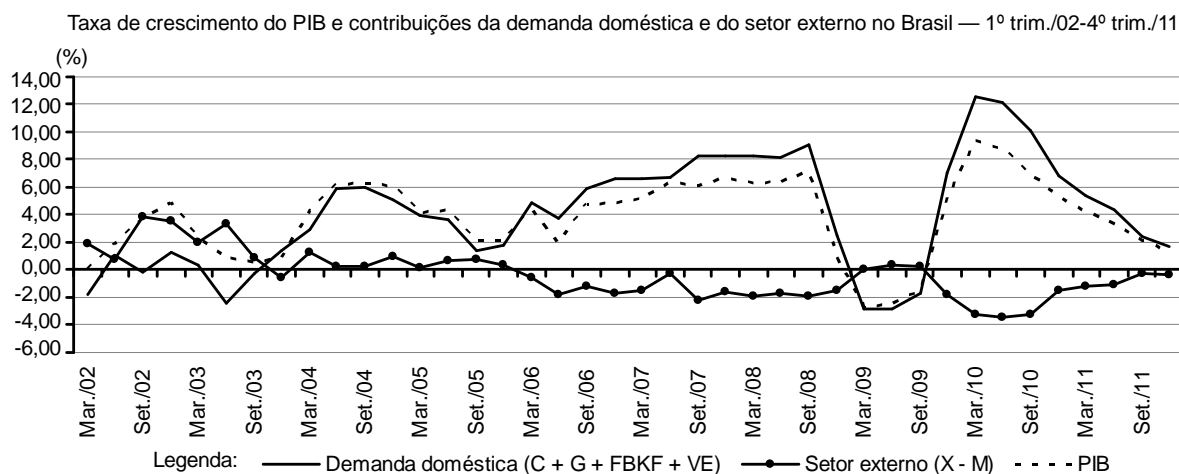
geral, não tenha determinado as mudanças favoráveis nas condições externas, foi capaz de tirar proveito dessas melhores condições para promover um ritmo de crescimento mais intenso⁷. Essa afirmação precisa ainda ser qualificada, entretanto, porque não se pode deixar de observar um aspecto da política econômica que atuou no sentido de reforçar o melhor posicionamento do Brasil frente ao mercado externo: a acumulação de reservas cambiais. Os expressivos superávits globais do balanço de pagamentos a partir de 2006 permitiram a acumulação de um considerável montante de reservas em divisas internacionais, que reforçou decisivamente a posição de liquidez do País.

A relevância dessa nova posição das reservas internacionais ficou bastante clara quando das turbulências oriundas da crise internacional em 2008. Ao contrário do que ocorreu entre 1997 e 1999, quando as crises externas levaram o País a buscar ajuda do FMI, nos episódios mais recentes, isso não foi necessário e nem mesmo foi cogitado. Houve, como daquela vez, pressão sobre a taxa de câmbio —

que se desvalorizou intensa e rapidamente ao final de 2008 —, porém a maior capacidade de intervenção da autoridade monetária fez com que a situação fosse equacionada com alguma rapidez. Assim, livre das condicionalidades restritivas que, em geral, são impostas pelo FMI, a política econômica pode, inclusive, adotar uma postura anticíclica, buscando minorar os efeitos da crise nos países centrais sobre o crescimento doméstico.

De um modo geral, portanto, pode-se perceber que, ao longo dos oito anos de mandato de Lula, houve alteração na orientação da política econômica. Tal mudança de orientação pode se concretizar na medida em que as condições externas melhoraram sensivelmente. Isso permitiu não só transitar do regime restritivo de política econômica pré-acordado com o Fundo em direção a uma orientação mais expansionista, como também evitar novos pedidos de ajuda ao Fundo, quando as condições externas se mostraram novamente complicadas por um período mais curto de tempo, durante a crise de 2008.

Gráfico 4



FONTE: IBGE.

NOTA: Trimestre em relação ao mesmo trimestre do ano anterior.

⁷ Tal modificação não ocorreu, entretanto, sem resistências. Serrano e Summa (2011) lembram que, em 2005, muitos analistas dentro e fora do Governo argumentavam que o Brasil não poderia crescer mais do que 3,5% ao ano, em função de restrições de capacidade produtiva. Baseados nessa posição, esses analistas sugeriam que a situação internacional mais confortável fosse utilizada não para acelerar o crescimento, mas para reduzir progressivamente a meta de inflação.

3 Limites para a continuidade da política de promoção do crescimento do mercado doméstico

Dado, portanto, que as condições externas permitiram uma reorientação da política econômica, um ponto importante a ser avaliado neste momento diz respeito aos limites para continuidade dessa orientação de política. Tais limites estão relacionados, a nosso ver, com o modo pelo qual, ao longo de todo o período do regime de câmbio flutuante e metas de inflação, o Banco Central tem executado a política monetária.

Para compreender a lógica da condução da política monetária durante o Governo Lula, é preciso, em primeiro lugar, observar o duplo efeito da expressiva elevação dos preços das *commodities* sobre a economia brasileira. Se, por um lado, essa elevação foi favorável porque contribuiu positivamente para os saldos comerciais e em transações correntes, que já discutimos anteriormente, por outro lado, tal movimento constituiu-se em um importante choque inflacionário.

Potencialmente, esse choque poderia ter determinado taxas de inflação muito superiores às metas estabelecidas; porém, isso não ocorreu de uma forma geral porque a manutenção de elevados diferenciais de juros em relação às taxas internacionais deu grande força à tendência de revalorização da taxa de câmbio nominal. Conforme se pode observar no Gráfico 1, a taxa nominal de câmbio assumiu uma tendência quase ininterrupta de valorização até a crise financeira internacional de 2008, retomando essa mesma tendência depois de passado o período mais crítico. Esse movimento foi fundamental para atenuar a pressão inflacionária decorrente da elevação dos preços das *commodities* nos mercados internacionais (Serrano; Ferreira, 2010).

Ao contrário, portanto, da concepção tradicional a respeito do funcionamento do regime de metas de inflação — que supõe que a taxa de juros influencia a demanda agregada e esta, os preços domésticos —, entende-se que o canal essencial pelo qual a taxa de juros atua para conter a inflação é a taxa nominal de câmbio. A valorização nominal do câmbio não foi, portanto, um subproduto indesejado da política monetária, mas o canal essencial pelo qual essa foi

capaz de manter as taxas de inflação dentro das metas estabelecidas⁸.

Essa afirmação pode aparecer como paradoxal, quando lembramos que a acumulação de reservas cambiais foi intensa ao longo do período analisado, especialmente a partir de 2006. Ao constatar que o Banco Central atuou agressivamente na ponta compradora do mercado de câmbio, poder-se-ia cogitar que, com tal comportamento, a autoridade monetária estivesse visando atenuar a referida tendência de valorização do câmbio nominal. Prates (2010) destaca, entretanto, que o modo específico pelo qual o Banco Central acumulou reservas foi tal, que buscava minimizar o efeito sobre a taxa de câmbio. Segundo essa autora,

[...] o Bacen perseguiu uma estratégia, previamente anunciada aos bancos intermediários, de atuar no final do dia, antes do fechamento do mercado, absorvendo as “sobras” de dólares aos preços vigentes no momento, [...] estratégia recomendada quando a autoridade monetária não pretende influenciar o patamar de taxa de câmbio [...]. (Prates, 2010, p. 32-33).

Desse modo, ainda que, de um modo geral, reduzindo a taxa de juros nominal ao longo do período, o Banco Central manteve sempre um expressivo diferencial em relação à taxa internacional acrescida do Risco-País, conforme se pode observar no Gráfico 5. Esse diferencial positivo de juros foi um elemento fundamental na atração de vultosos fluxos de capitais, que levaram, simultaneamente, à acumulação de reservas e apreciação nominal do câmbio.

A taxa de câmbio nominal atuou, assim, como “antídoto” para o efeito inflacionário dos preços das *commodities*, permitindo que as taxas de inflação fossem mantidas dentro da meta estabelecida em

⁸ Aos leitores pouco habituados com essa interpretação, recomenda-se a leitura do artigo de Serrano e Ferreira (2010). A essência do argumento pode ser colocada nos termos que seguem. Para uma dada taxa nominal de câmbio, um crescimento dos preços dos bens comercializáveis em termos de moeda doméstica seria equivalente ao crescimento desses mesmos preços em termos de dólares. Entretanto, caso haja valorização (queda) da taxa de câmbio nominal, então o crescimento dos preços dos bens comercializáveis em moeda doméstica será menor do que o crescimento desses preços em dólares, neutralizando parte do efeito da inflação internacional sobre a inflação doméstica. Com base nessa relação e na forte valorização da taxa de câmbio R\$/US\$ no período 2003-2008, os autores afirmam que “[...] o choque negativo do preço das *commodities* em dólar se transformou em choque positivo interno em real”. (Serrano; Ferreira, 2010, p. 53). De fato, os dados apresentados pelos autores mostram que, nesse período, havia crescimento dos preços das importações e exportações brasileiras em dólares, simultaneamente à queda dos preços das importações e exportações em reais.

praticamente todo o período, caracterizado por tendência de alta da inflação internacional. Nesse sentido, é que se pode considerar como bem-sucedido o regime de metas de inflação ao longo desse período: cumpriu seu único objetivo, que era conter a inflação.

Ocorre que, em conjunto, a revalorização cambial e o crescimento mais acelerado do mercado doméstico consumiram, rapidamente, aquele importante saldo comercial discutido anteriormente. No Gráfico 6, podemos observar o comportamento do saldo em transações correntes, que assumiu uma clara tendência de deterioração a partir de 2004.

Diversos analistas têm apontado que o desempenho das transações correntes nos anos mais recentes está relacionado, essencialmente, ao comportamento do comércio externo de produtos manufaturados. Carneiro (2010) aponta que, com a apreciação cambial e a aceleração do crescimento, o saldo em manufaturas foi encolhendo até tornar-se negativo. Esse autor está entre aqueles que sugerem a existência de uma especialização exportadora da economia brasileira em torno de *commodities*. Ainda que alguns setores industriais tenham apresentado elevação do coeficiente de exportação, observa-se, ao mesmo tempo, aumentos substanciais do coeficiente de penetração de importações, evidenciando o risco de desenvolvimento de “maquilas”.

Cunha, Lélis e Fligenspan (2011) consideram que a deterioração das transações correntes por essa via reproduz, uma vez mais, um padrão já bastante conhecido em que a elevada elasticidade das importações e a tendência de direcionamento da produção industrial para o mercado doméstico levam à deterioração da balança comercial, especialmente no segmento de manufaturas. Os autores entendem que o atual ciclo de crescimento reproduz esse quadro historicamente recorrente “[...] em função da estratégia privada de direcionamento da produção industrial para o mercado interno.” (Cunha; Lélis; Fligenspan, 2011, p. 34).

Ainda que concordando com essa constatação, parece necessário ponderar que nem a elasticidade das importações nem as decisões privadas sobre a orientação da produção para o mercado externo ou doméstico podem ser dissociadas do ambiente macroeconômico. Decisões dessa natureza dependem, fundamentalmente, do nível da taxa nominal de câmbio, de modo que o viés antiexportador da indústria brasileira nesse período não pode ser considerado independente da gestão da política econômica. Embora recorrente, o movimento de deterioração das transações correntes associado à

aceleração do crescimento econômico não pode ser considerado absolutamente inevitável. A manutenção de taxas de câmbio competitivas poderia determinar um resultado distinto, uma vez que modificaria o cenário em que aquelas decisões privadas são tomadas.

De qualquer forma, o fato é que o dinamismo das exportações de *commodities* prosseguiu, mas a fraca *performance* das exportações industriais e o intenso aumento das importações em geral acabaram por reduzir o saldo comercial, fazendo com que retornasse o déficit em transações correntes a partir de 2007. Conforme se pode observar no Gráfico 3, o crescimento do déficit em transações correntes ocorreu não só em termos absolutos mas também como proporção das exportações, determinando uma gradual deterioração do indicador de solvência externa.

Desse modo, pode-se detectar uma mudança de postura entre os Governos Lula (especialmente a partir do seu segundo mandato) e FHC quanto ao papel do Estado como promotor do desenvolvimento econômico. Ainda com respeito ao Governo Lula, também se pode apontar como positiva a estratégia de acumulação de reservas para o reforço da posição de liquidez internacional. Entretanto, o papel da taxa de câmbio na política anti-inflacionária aparece como um importante limite dessa orientação desenvolvimentista. A promoção do crescimento do mercado doméstico num contexto de câmbio valorizado tende a deteriorar, progressivamente, as condições de solvência externa. Embora isso não necessariamente leve a uma crise cambial — e de fato as boas condições de liquidez nos levam a concluir que, no curto prazo, não levará —, esse movimento tende a reduzir, progressivamente, o espaço para a política econômica orientada a promover a expansão do mercado doméstico.

Gráfico 5

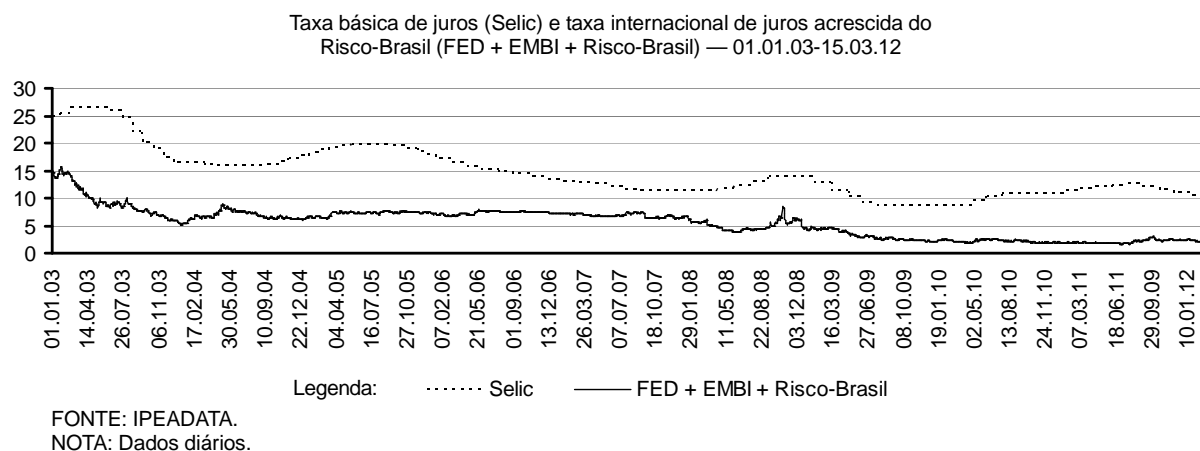
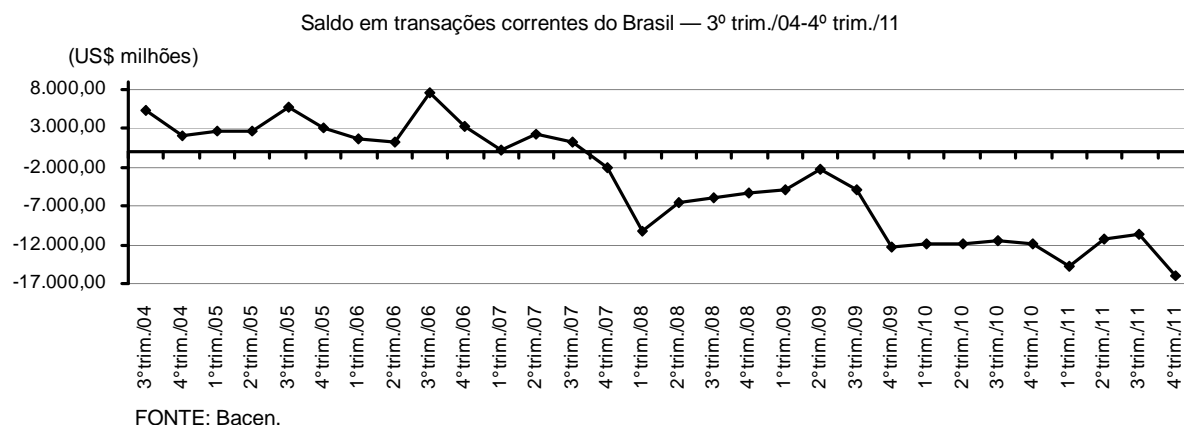


Gráfico 6



4 Perspectivas

Do ponto de vista aqui analisado, portanto, os bons resultados em termos de crescimento econômico no Governo Lula precisam ser compreendidos não só em função das melhores condições externas. Aproveitando essas melhores condições, houve, também, uma modificação da política econômica doméstica, que permitiu transformar o cenário externo mais favorável em taxas maiores de crescimento econômico. A coexistência, entretanto, entre essa orientação mais expansionista e o modo inalterado de funcionamento do regime de metas de inflação resultou em recolocar no horizonte a questão da restrição externa ao crescimento, dada a evolução das condições de solvência externa.

O reduzido distanciamento e a impossibilidade de identificar com precisão em que medida o discurso oficial se transforma em ações efetivas, certamente,

dificultam a tarefa de analisar a mais recente transição entre o período em que o Brasil foi governado por Lula e o período em que passou a ser governado por Dilma Rousseff. As informações disponíveis nos permitem, entretanto, fazer uma avaliação preliminar sobre as perspectivas da política econômica para os próximos anos.

Do ponto de vista do discurso, observa-se uma preocupação explícita com a sustentação do ritmo do crescimento econômico e com os efeitos da tendência de valorização cambial, sobretudo sobre a *performance* industrial. Do ponto de vista das ações, observa-se: (a) uma atitude gradualmente mais intervencionista com respeito aos fluxos de capitais externos e às condições de competitividade industrial; (b) uma postura menos rígida do Banco Central na execução da política monetária; (c) uma orientação menos expansionista da política fiscal.

Com relação ao primeiro aspecto, parece ter sido intensificada a política de imposição e revisão periódica de tributos que visam reduzir a rentabilidade líquida das aplicações financeiras realizadas por capitais externos, desestimulando, assim, a entrada excessiva de capitais que tendem a valorizar a taxa de câmbio nominal. Na outra ponta do problema, intensifica-se também a concessão de benefícios para setores industriais mais afetados pelo câmbio valorizado, buscando compensar, por essa via, seus problemas de competitividade. No que diz respeito ao Banco Central, este parece ter estabelecido prazos mais longos para convergência da inflação à meta, na comparação com a gestão vigente no período Lula. Essa nova orientação já levou o Banco Central, inclusive, a tomar decisões que contrariaram as expectativas do setor financeiro sobre os movimentos da taxa básica de juros.

Tomadas em conjunto, a referida taxação sobre os capitais externos e uma orientação de política monetária, que reduza significativamente o diferencial entre a taxa de juros doméstica e as taxas internacionais, podem deter o processo de valorização cambial. Caso esse cenário se concretize, haveria resultados mais efetivos com respeito ao problema da competitividade industrial, comparado com as medidas pontuais de desoneração de tributos para setores específicos.

Com relação à política fiscal, entretanto, parece ter ganhado espaço a ideia de que, para avançar no processo de redução das taxas de juros, é necessário um maior "esforço fiscal". Ainda que a avaliação do impacto da política fiscal mereça estudos mais aprofundados, as informações disponíveis sugerem que há uma tendência de contenção dos gastos públicos e uma contribuição importante dessa opção para a desaceleração do crescimento econômico observada em 2011⁹.

⁹ Os dados divulgados pelo Tesouro Nacional (BR, 2012) mostram, por exemplo, que, de 2010 a 2011, as despesas primárias cresceram apenas 3,44% em termos nominais, enquanto, de 2009 a 2010, o crescimento havia sido de 22,39%. Com respeito aos valores registrados sob a rubrica "investimentos", observa-se uma redução de 28,14% entre 2010 e 2011, ao passo que havia sido registrado um crescimento de 58,62% entre 2009 e 2010. A análise dos dados das Contas Nacionais do IBGE (2012) mostra, além disso, que a contribuição do consumo da administração pública para o crescimento do PIB, que havia sido de 0,9 pontos percentuais em 2010, caiu para 0,4 pontos percentuais em 2011. Essas informações preliminares não podem ser tomadas como conclusivas, pois uma análise correta do impacto da política fiscal sobre a demanda efetiva envolve uma série de outros aspectos, como o impacto diferenciado das diferentes categorias de receitas, gastos, transferências (ver, a respeito, Bastos e

Nesse quadro, a pequena melhora no indicador de solvência externa observada ao longo de 2011 parece decorrer exatamente do menor crescimento do PIB registrado nesse ano. Algo semelhante já havia ocorrido durante a forte queda do crescimento após a crise de 2008. Não se trata, portanto, de uma modificação das condições estruturais que permita voltar a crescer aceleradamente, sem restrição externa aparente, mas sim um movimento conjuntural associado com a própria desaceleração do crescimento.

A nosso ver, uma retomada da postura expansionista da política fiscal poderá reconduzir a economia brasileira a um ritmo de crescimento semelhante àquele que foi interrompido na crise de 2008. A sustentabilidade desse crescimento a um prazo mais longo seguirá dependente, entretanto, de uma reconfiguração das condições gerais de competitividade, sobretudo do setor industrial. Tal reconfiguração tem como condição necessária — ainda que talvez não suficiente — a capacidade de conter a referida trajetória de valorização da taxa de câmbio nominal.

Convém observar, por fim, que, nesse cenário, estaria implícita uma dificuldade não desprezível. Seria necessário encontrar uma nova estratégia para conter a inflação doméstica, pois, por hipótese, a taxa nominal de câmbio não mais estaria cumprindo esse papel. Pelo contrário, é possível que a manutenção de condições adequadas de solvência externa em ritmo acelerado de crescimento econômico venha a exigir uma taxa nominal de câmbio mais desvalorizada, acrescentando, assim, um elemento de pressão inflacionária. Seria necessário, nesse caso, estabelecer mecanismos que absorvessem os choques inflacionários oriundos dos preços externos e da própria taxa de câmbio¹⁰, de modo a manter a inflação sob controle e não comprometer o crescimento da demanda doméstica.

Rodrigues, 2009; Rodrigues e Bastos, 2010). Feita essa ressalva, entretanto, os dados mencionados nos levam a adotar a hipótese de que a política fiscal tenha contribuído para a desaceleração do crescimento econômico em 2011.

¹⁰ Por exemplo, reduzir ao máximo a indexação dos preços administrados à taxa de câmbio via IGP-M.

Referências

- BASTOS, C.; RODRIGUES, R. Análise da política fiscal brasileira recente. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 14., São Paulo, 2009. **Anais...** São Paulo: PUC, 2009.
- BRASIL. Tesouro Nacional. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/>>. Acesso em: 06 abr. 2012.
- CARNEIRO, R. **O desenvolvimento brasileiro pós-crise financeira: oportunidades e riscos**. Campinas: Unicamp; Cecon, 2010. (Observatório da economia global, n. 4).
- CUNHA, A.; LÉLIS, M.; FLIGENSPAN, F. Comércio exterior e indústria manufatureira no Brasil: velhas questões e novas evidências para o período 2000 a 2010. In: SEMINÁRIO SOBRE PESQUISAS EM RELAÇÕES ECONÔMICAS INTERNACIONAIS, 3, Brasília, 2011. Brasília: Ministério das Relações Exteriores, 2011.
- FERREIRA, S. **Condições externas e a dinâmica da inflação no Brasil 1994-2010: uma interpretação estrutural**. Tese (Doutorado) - Instituto de Economia - UFRJ, 2012. Rio de Janeiro: UFRJ, 2012.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA — IBGE. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br>>. Acesso em: 06 abr. 2012.
- LARA, F. Desindustrialização: aspectos conceituais e evidências empíricas recentes sobre a economia brasileira. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 39, n. 1, 2011.
- LARA, F. Liquidez e solvência externa da economia brasileira. **Carta de Conjuntura FEE**, v. 20, n. 10, 2011.
- LARA, F. **Solvência e liquidez externas: aspectos teóricos, contábeis e a definição de indicadores sintéticos para análise de conjuntura**. Porto Alegre: FEE, 2012. (Textos para Discussão FEE, n. 101).
- MEDEIROS, C. **The decoupling of economic growth on world economy in the last decade and development strategies**. Rio de Janeiro: Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento, 2011. (Workshop Novo Desenvolvimento).
- MEDEIROS, C.; SERRANO, F. Inserção externa, exportações e crescimento no Brasil. In: Fiori, J.; Medeiros, C. (Org.). **Polarização mundial e crescimento**. Petrópolis: Vozes, 2001.
- MEDEIROS, C.; SERRANO, F. Padrões monetários internacionais e crescimento. In: Fiori, J. (Org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis, Vozes, 2000.
- PRATES, D. A inserção da economia brasileira no governo Lula. **Política Econômica em Foco**, n. 7, nov. 2005/abr. 2006.
- PRATES, D. O regime cambial brasileiro de 1999 a 2008. Brasília: IPEA, 2010. (Textos para Discussão CEPAL-IPEA, n. 12).
- RODRIGUES, R.; BASTOS, C. Análise recente das finanças públicas e da política fiscal no Brasil. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 3, 2010. São Paulo: FGV, 2010.
- SERRANO, F.; FERREIRA, S. **Commodities, câmbio e inflação de custos no Brasil: 1994-2009**. [s. l.: s. n.], 2010. (Versus Acadêmica).
- SERRANO, F.; MEDEIROS, C. O desenvolvimento econômico e a retomada da abordagem clássica do excedente. **Revista de Economia Política**, v. 24, n. 2, abr./jun. 2004.
- SERRANO, F.; SUMMA, R. Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000. Campinas: Unicamp; Cecon, 2011. (Observatório da economia global, n. 6).

